

# Рублевые корпоративные облигации

27 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Ленэнерго: очередные шаги к увеличению долга » *стр. 2*
- Интегра: новые детали M&A-стратегии » *стр. 4*

## Индикаторы

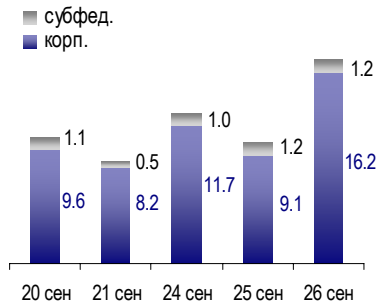
Долларов США за Евро	1.4128	- 0.1 %
Рублей за доллар США	24.9746	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.85	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.81%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	500.7	+ 50.2
Остатки на д/с, млрд руб.	125.5	- 61.7
Сальдо операций с ЦБ	- 57.9	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- Размещение выпуска Национальный капитал-1 (3 млрд руб., годовая оферта) планируется 2 октября

## Объем торгов на ММВБ

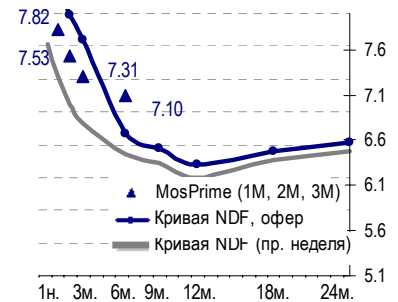


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 сен	Уплата налога на прибыль
4 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
10 окт	Размещение Россельхозбанк-4 (10 млрд руб., годовая оферта)
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (3 млрд руб., дюрация 4.1 года)
22 окт	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-6	96.80	+ 15	2.3	*9.17%
РЖД-5	99.55	+ 15	1.3	7.14%
Сибур-1	98.80	+ 15	1.9	*8.50%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РКС-1	99.92	+ 142	0.1	*11.20%
Сибакadem-5	98.35	+ 135	3.3	10.83%
Ленэнерго-3	97.90	+ 45	3.8	8.77%

## Лидеры падения

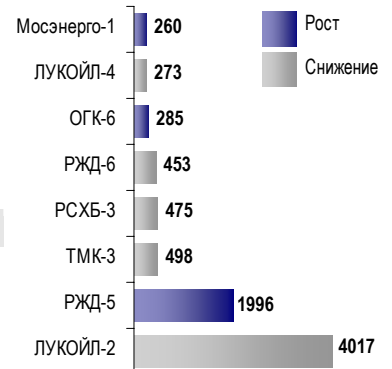
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	101.50	- 100	3.3	7.77%
Мосэнерго-2	98.83	- 87	3.8	*8.13%
РСХБ-2	99.02	- 50	3.0	8.44%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Куйбазот-2	98.90	- 210	3.0	9.39%
Ленэнерго-2	96.90	- 163	3.6	9.64%
Сибакadem-3	97.55	- 120	1.6	11.52%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Ленэнерго: очередные шаги к увеличению долга

*Ленэнерго собирается занять до 10 млрд руб. до конца 2007 года*

Вчера Ленэнерго объявила о своем намерении привлечь синдицированный кредит на 5 млрд руб. сроком на 3 года, а также открыть кредитную линию с лимитом еще на 5 млрд руб. сроком на 5 лет. Компания планирует направить привлеченные средства на финансирование инвестиционной программы. По нашему мнению, планы по привлечению заемных средств на 10 млрд руб. подтверждают предположение о том, что в 2007-2008 гг. долговая нагрузка Ленэнерго существенно увеличится.

*Мы полагаем, что инвестпрограмма Ленэнерго является наиболее агрессивной среди крупных РСК, представленных на рынке. Недостаточность собственного денежного потока по сравнению с планируемыми инвестициями в среднесрочной перспективе останется ключевым фактором кредитного профиля Ленэнерго.*

*Новые кредитные линии – только начало масштабной программы финансирования*

Ленэнерго нуждается в заемных средствах для реализации масштабной программы реконструкции и увеличения мощности в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. Стоимость инвестиционной программы до 2010 года может составить порядка 125 млрд руб., при этом суммарный объем инвестиций 2006-2007 года, по нашим оценкам, не превысит 25 млрд руб. Таким образом, в ближайшие 3 года Ленэнерго предстоит найти средства для финансирования инвестиций примерно на 100 млрд руб.

*Допэмиссия акций вряд ли позволит оперативно привлечь необходимые средства*

Помимо долговых источников финансирования, Ленэнерго может использовать доразмещение акций среди стратегических акционеров – прежде всего, городской и областной администраций. В конце августа принято решение о проведении допэмиссии акций в пользу Санкт-Петербурга. После размещения доля города составит 25%+1 акция, при этом объем денежных средств, которые компания выручит от продажи блокирующего пакета, оценивается примерно в 3 млрд. Еще около 2.5 млрд руб. внесет РАО ЕЭС.

*У компании практически нет альтернативы долговому источнику финансирования*

Руководство Ленэнерго также не исключает возможности новой допэмиссии акций в 2009-2010 гг. в пользу Ленинградской области. Однако это произойдет только в случае, если Ленэнерго удастся договориться с областной администрацией об условиях консолидации муниципальных сетевых компаний. В любом случае, мы считаем, что средства от SPO позволят профинансировать не более 10% от инвестиционных потребностей компании на ближайшие 3 года. Структура финансирования постоянно находится в состоянии доработки, однако мы полагаем, что в настоящее время у компании нет реальной альтернативы долговому источнику.

*Долги планируется погашать из средств, полученных в виде платы за подключения...*

Вопрос об источниках погашения нового долга, на наш взгляд, представляет наибольший интерес для кредиторов Ленэнерго. Судя по всему, компания планирует направлять на погашение долга средства, получаемые в виде платы за подключение абонентов к сетям. По прогнозам руководства компании, объем платы за подключение составит в 2007 году около 5-7 млрд руб. с учетом области.

В начале сентября администрация Ленинградской области повысила тарифы на подключение к сетям Ленэнерго на 36-50% в зависимости от объекта. Мы отмечаем, что тарифы на подключение в Санкт-Петербурге и области действуют лишь с ноября 2006 года, причем в реальности эффективность единого тарифа пока не очевидна. Во многих случаях потребители продолжают придерживаться практики самостоятельного выполнения техусловий по строительству мощностей с последующей передачей на баланс Ленэнерго на индивидуальных условиях.

*...однако эффективность тарифов пока не очевидна*

Еще один очень важный момент: большую часть текущей платы за подключение составляют авансы, которые учитываются как долгосрочные обязательства, в то время как основной объем вносится по факту подключения – в большинстве случаев через 1.5-2 года. Поэтому вряд ли стоит рассчитывать на существенный рост денежного потока от подключений до 2009 года.

**Возможны проблемы с собираемостью платы**

Кроме того, опыт сетевых компаний московского региона показывает, что введение высоких единых тарифов может негативно отразиться на собираемости платы. При этом, из-за социальной важности объектов Ленэнерго, компания, скорее всего, не сможет скорректировать инвестиционную программу в случае недобора.

Таким образом, инвестиционная программа 2007 года (около 15 млрд руб.) будет профинансирована за счет следующих источников:

- средства от доэмиссии акций (5.5 млрд руб.);
- средства от размещения двух облигационных займов (6 млрд руб.);
- плата за подключение (предварительная оценка 5-7 млрд руб.)

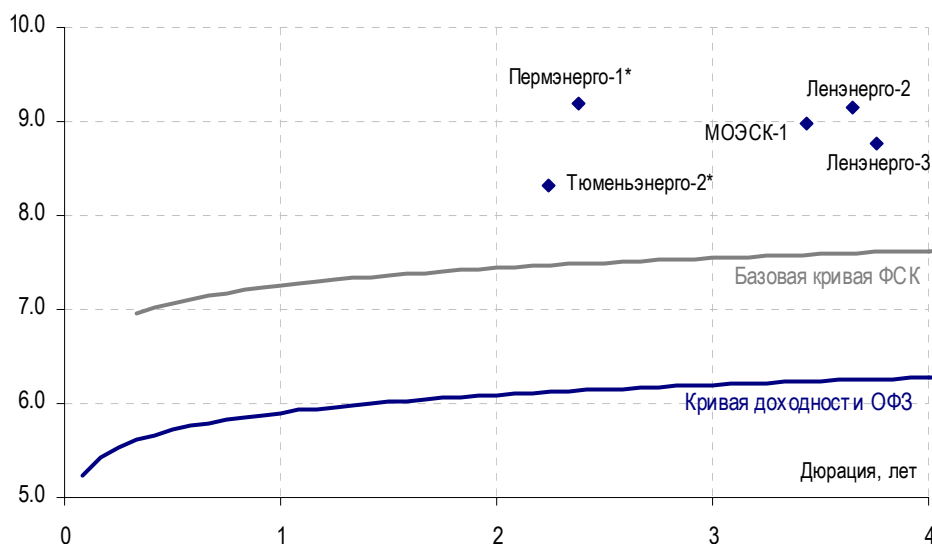
**Ожидаем дальнейший рост долговой нагрузки**

По нашему мнению, аналогичная структура финансирования инвестпрограммы (около 23 млрд руб.) на 2008 год означает для компании необходимость привлечения заемных средств в объеме не менее 13 млрд руб. В связи с этим, заявленные вчера планы по привлечению кредитов уже до конца текущего года на 10 млрд руб. выглядят вполне логично.

Совокупная выручка компании за 1пол2007 составила лишь 6.7 млрд руб. Спрогнозировать финансовые результаты на конец 2007 года достаточно сложно. По нашим оценкам, при сохранении рентабельности Ленэнерго на уровне прошлого года (EBITDA margin 14%) долговая нагрузка вполне может достигнуть 5х Долг/EBITDA.

**Бумаги Ленэнерго подешевели, однако по-прежнему не самые привлекательные среди облигаций крупных РСК**

По нашему мнению, более высокий прогноз долговой нагрузки Ленэнерго по сравнению с другими РСК должен найти отражение в более широких спредах. Котировки обоих выпусков облигаций Ленэнерго заметно снизились на волне распродажи рублевых бумаг, доходность выросла на 70-100 б.п. Безусловно, в текущих рыночных условиях сложно найти обоснование «справедливому» уровню доходности бумаг Ленэнерго. Тем не менее, мы по-прежнему находим более привлекательными облигации Пермэнерго (9.20% УТР, дюрация 2.4 года), которые выглядят наиболее недооцененными среди всех бумаг РСК.

**Доходность облигаций на 27 сентября**

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Интегра: новые детали M&A-стратегии

*Интегра рассматривает около 20 объектов для поглощения*

Вчера группа Интегра опубликовала презентацию для road show компании, в которой раскрываются некоторые детали стратегии M&A на рынке нефтесервисных услуг. Несмотря на весьма амбициозные планы Интегры по дальнейшим поглощениям небольших нефтесервисных компаний, мы позитивно оцениваем кредитный профиль компании и рекомендуем обратить внимание на ее облигации, доходность которых в последние недели превышает 11%.

*После проведения IPO компания может продолжить покупки без значительного ущерба для показателей долговой нагрузки*

Напомним, что в начале сентября Интегра опубликовала позитивные финансовые результаты за 1 п/г 2007 г. Для инвесторов долгового рынка ключевым моментом стало снижение долговой нагрузки до 1.5x против 5x Долг/EBITDA на конец 2006 года. Мы позитивно оцениваем тот факт, что компания направила существенную часть средств от IPO на сокращение долга. Однако мы ожидаем, что весь объем денежных средств будет быстро израсходован на капвложения и новые сделки M&A.

- В августе Интегра потратила \$11 млн на приобретение компании Геотехсистем, специализирующейся на обработке и интерпретации сейсмической информации.
- В настоящее время завершается сделка по приобретению компании Обьефтеремонт. По данным компании, приобретение позволит удвоить мощности по капремонту скважин. Полугодовая выручка Обьефтеремонта оценивается в \$31 млн при рентабельности EBITDA на уровне 16%.
- В качестве объектов для поглощения Интегра рассматривает еще около 20 компаний. Проекты находятся на разных стадиях изучения возможных приобретений.

В презентации Интегры также отмечается усиление конкуренции за нефтесервисные активы, что приводит к росту цен. Вместе с тем, увеличивается количество привлекательных объектов в странах СНГ. Соответственно, вполне можно ожидать расширения присутствия Интегры, например, в Казахстане.

Мы полагаем, что M&A-активность Интегры все же будет сопровождаться ростом долговой нагрузки, однако в среднесрочной перспективе она не должна вернуться к прошлогоднему уровню. Инвесторы рынка акций воспринимают экспансию Интегры с оптимизмом. С точки зрения долгового рынка, наиболее важным фактором являются планы компании по затратам на органический рост и сделки M&A по отношению к денежному потоку.

*План по капзатрам на 2007 год – более \$300 млн*

По обновленным данным, план по капитальным затратам на 2007 год составляет \$315 млн, почти вдвое больше прошлогоднего показателя. Какую сумму компания может потратить до конца года на новые приобретения – предположить сложно. При этом прогноз доходов по выигранным тендерам и контрактам на 2007 год уже превысил \$1.3 млрд, из которых 84% приходится на подписанные контракты.

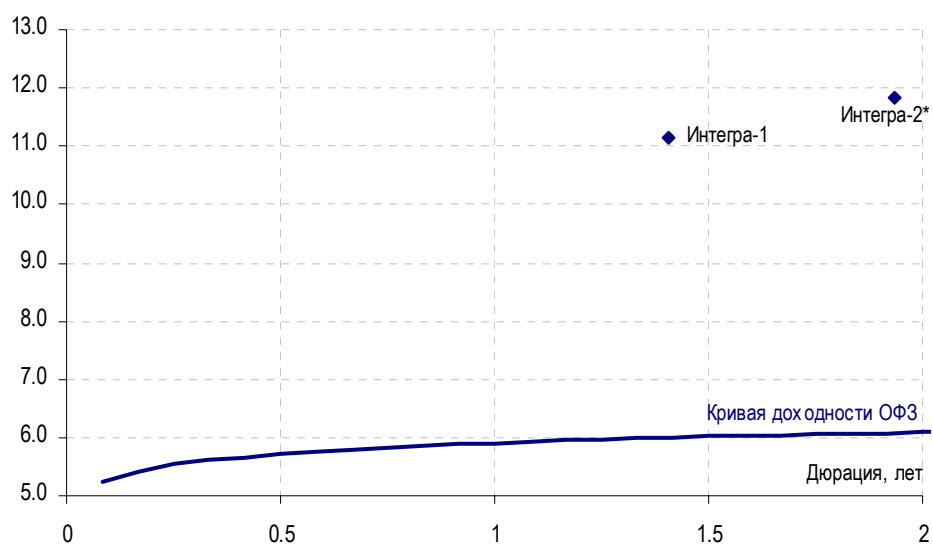
*В случае крупных сделок долг компании может снова вырасти, но не критично*

По нашим оценкам, значительная часть капзатрат может быть покрыта за счет аккумулированных денежных средств и операционного денежного потока. Таким образом, потребность компании в долговых ресурсах будет практически полностью определяться стоимостью поглощений. Исходя из консервативных предположений, мы считаем, что показатель Долг/EBITDA на конец 2007 года не превысит 2-2.5x, что является приемлемым уровнем для компании, находящейся в активной инвестиционной стадии.

*Бумаги Интегры интересны по текущим уровням доходности*

Спрэды обоих выпусков облигаций Интегры расширились до 515-575 б.п. к ОФЗ. На наш взгляд, среди бумаг со сравнимым уровнем доходности, облигации Интегры выглядят по фундаментальным характеристикам достаточно привлекательно.

## Доходность облигаций на 27 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrachin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.